

近年の M&A の妥当性

—日本企業の M&A は効率的に行われていたか—

学 年：3 年

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：本馬香葉子

学 年：3 年

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：藤原 佑成

学 年：3 年

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：西 亜梨沙

要 約

日本企業の M&A は法整備が進んだことで年々増加している。このような現象が起こる原因として、近年では、戦後日本の高度経済成長期に起業した経営者の後継者問題や市場規模の縮小、事業再編成、成長戦略が挙げられる。また、企業価値の向上や安価で急速に経営資源を確保し、企業のコアコンピタンス（中核的競争力）の強化を図ることが可能であるというメリットを求め、M&A を行う企業が増加している。企業が多額のコストをかけ M&A を行う最大理由は事業の最適化のためである。また、企業は競争力を確保して存続するためには企業構造を常に組み換える必要がある。

バブル崩壊以後、日本の GDP 成長率は低いままであるが、その原因として日本企業の活動そのものが不活発である。こうした低成長を覆すためにも日本企業を最適化させ成長させうる M&A は日本にとって不可避であると考えられる。

しかし、日本企業の M&A の成功事例の割合は半数にも満たず 36 %にとどまっている（M&A 危険企業に見る M&A の実態調査 2013）。M&A の失敗には、買収後の企業戦略が不確かなまま買収を行う点や被買収企業の財務データや企業価値を正しく見定められていないために高い買収額を支払ってしまうことが原因で挙げられる。

本研究では、近年 M&A を行った事例を対象とし、買収の妥当性を検証し、業界毎に違いの特徴を検証した。分析の結果、買収企業側が被買収企業側の本業についての知識が不足していた点が明らかになった。また、同じ名に関するグループであっても買収後の内部環境の変化に伴い被買収側が高値で企業を売りたいと考えることで適切な買収額を定めることが不可能になることも挙げられる。買収後の経営や妥当性を確かなものに導くためには、前提として、買収企業側が被買収企業側の企業価値推定を適切に行えるための社内教育や専門職の助言を有効活用する必要が求められる。

今回の分析は定額 CF モデルによる簡便な手法によって企業価値を推定し、そこから買収の妥当性を検証した。

目 次

1 章	はじめに
2 章	M&A の意義
3 章	分析モデルとデータ
	3-1: 分析手段
	3-2: 分析に用いるデータ
4 章	分析結果
5 章	おわりに

1 章 はじめに

M&A とは Merger and Acquisition の略語で、日本語では買収・合併と訳される。企業が別の企業を買収し、子会社化して自社グループに取り込んだり、統合して一つの企業としたりすることであるが、近年、日本企業による M&A は増加傾向にある。宮島（2007）によれば、1999 年以降、日本企業による M&A は 2006 年で 2,764 件となっており、そうした M&A にかかった金額面では 11 兆円にまで拡大してきている。時系列で見ると、その後のリーマンショックで M&A の件数は一旦減少したが、後継者問題や市場規模の縮小などが要因となり、直近の 2016 年には件数ベースでは約 2,600 件程度まで、金額ベースでは約 16 兆円まで回復している。

M&A には様々な機能が存在する。買収企業にとっては経営資源の獲得や既存事業の強化、シェア拡大、コスト効率化などである。一方、被買収企業にとっては雇用問題の解決や廃業に伴う費用を抑えることなどが挙げられる。日本企業がそうした機能を利用して事業の再編成をすることの必要性が高まっているため、近年の日本企業による M&A が増加していった。

M&A には莫大な費用が必要となる。例えば、日本企業間の M&A の場合、トヨタ自動車は 2016 年にダイハツ工業を 3,719 億円で買収した。一方、日本企業と海外企業との M&A では、アサヒグループホールディングスは同年に欧州ビールブランド事業会社を買収したが、その際にかかった費用は 3,293 億円とどちらの事例においても買収額は莫大なものであった。多額の費用がかかっても、買収した企業が利益を生み出してくれるならば、その費用は将来的には回収できることになる。逆に、期待したほど利益を生み出さないのであれば、費用回収は難しくなるであろう。このような観点から M&A を成功と失敗を分けた場合、2013 年のデロイトトーマツコンサルティングの調査によると、日本企業における M&A の成功事例は全体の半数にも満たず 36 %にとどまっているという。

果たして、日本企業が行っている M&A は妥当なものであったのだろうか。本稿では日本企業の M&A にかかった費用と買収した企業の生み出す価値とを比較し、M&A の妥当性について明らかにすることを目的とする。具体的な手法は買収された企業の企業価値を定額 CF モデルで推計し、それと買収額とを比較することで M&A の妥当性を判断するというものである。

本稿の構成は以下の通りである。2 章では M&A の意義・意味について要約している。3 章では本稿で使用する分析モデルとデータについて紹介し、4 章では分析の結果を述べる。5 章は本稿の結論である。

2章 M&A の意義

M&A とは Mergers（合併）and Acquisitions（買収）の略語である。広義では、支配権の移転を伴わない提携やジョイントベンチャーなども含まれるが、狭義では、対象となるターゲット企業の全部あるいは一部（事業部門・子会社）の支配権を所得する手法をさし、通常は狭義で用いられる（佐久間 2005）。つまり M&A は企業外部に存在する事業への支配権を獲得するということである。

企業が多額のコストをかけて M&A を行う最大の理由は事業の最適化のためである。高い収益を上げるなど、最適であると思われた企業・グループ構造も、環境変化や事前の経営予測と現実の食い違いなどにより、常に最適な構造であるとは限らない。そのため、企業は競争力を確保して存続するために企業構造を常に組み換える必要がある。

M&A の主な動機は、新規の経営資源（ヒト・カネ・モノ・情報）を獲得することで既存事業の強化や、海外展開・新市場の創造などでのシェア拡大、コスト効率化など競争力を強め成長させること、不採算事業からの撤退となっており、これらはまさに企業構造の最適化と言える。既存の経営資源を利用することで新規事業を立ち上げ成長を目指すことも戦略の一つであるが、ノウハウ獲得には多大な時間がかかるであろうし、成功するか不確かな事業をスタートさせる多大なリスクをも負担する必要がある。そのため、金銭的コストはかかるがより確実な手段として、外部で成功を収めている企業を合併・買収する方が効率的である。

一方、被買収企業が自社を売却する理由としては後継者問題と雇用継続問題が挙げられる。日本の年間廃業社数は約 29 万社（『中小企業白書』2017 版）であり、そのうち 7 万社が後継者不在を理由に廃業している。廃業する企業には多くの従業員が存在しており、それだけ大量の雇用も存在している。また、廃業する企業にはそれまで活用していた価値ある経営資源が存在しており、それらが廃業によって消え去ってしまうのは社会的損失である。M&A によってこうした雇用問題の解決や消えゆく経営資源が維持されることは経済にとって好ましいことである。さらに設備の処分や解散登記、清算終了登記に際しての費用など廃業の際に発生する費用を抑えることができることに加え、既存の事業を承継することでその事業のさらなる成長・発展にもつながりうる。

以上から M&A によって、社会的・経済的価値を備える経営資源や組織が存続・最適化されるため、買収企業と被買収企業の双方に大きなメリットがある。バブル崩壊以後、日本の GDP 成長率は低い状態のままであるが、その原因は成長のエンジンである日本企業の活動そのものが不活発であるからである。こうした低成長を覆すためにも、日本企業を最適化させ成長させうる M&A は日本にとって不可避であろう。

3 章 分析モデルとデータ

3-1: 分析手段

本稿で用いる分析手段は、定額 CF モデルで算出した被買収企業の企業価値と買収額との比較分析である。被買収企業の企業価値と買収額との差が正負のいずれであるかを分析することにより、日本企業がこれまで行ってきた M&A は本質的に妥当性があったのかを検証する。

比較分析のための具体的な分析モデルとして、DCF 法の一つである定額 CF モデルを用いた。本稿では定額 CF モデルによって被買収企業の企業価値を算出した。定額 CF モデルは将来に発生するキャッシュフローと割引率とを設定するだけで簡易的に企業価値を算出できるため、実務において頻繁に用いられている。また、その応用範囲は M&A における適切な買収額の算出だけでなく債券評価、株式評価、不動産評価、ブランド評価などの無形資産評価などにも及んでいる。

しかし、この評価方法は将来発生するキャッシュフローの見積もりや割引率の算定に恣意性が入りやすく、こうした見積もりの数字次第で評価が大きく異なってしまうというデメリットも存在する。

本稿では 2000 年代後半以降という比較的直近の期間が分析対象であり、買収されて間もない企業がサンプルに多い。そのため、将来のキャッシュフローを推測することが困難であった。解決策として、最低限得られた被買収企業の買収後おおむね 3 か年の当期利益の平均値を将来に発生するキャッシュフローとして採用し、それが永続するものと想定して算出した。また、定額 CF モデルで計算を行う都合上、サンプルは当期利益がプラスとなった企業のみを選択している。割引率は浅野・安達・奥田（2016）に記載されている業界別資本コストをサンプルの業種ごとに用いた。本来、割引率は企業ごとに異なるため、企業別に割引率を算出する必要があるが、個別企業ごとの割引率は確かな算出手法が確立されていない。一方、サンプルには上場企業ないしは企業規模の大きい非上場企業が多いため、業界ごとにおいては、資本コストに大差がないと考えられるので業界別の数値を用いた。

3-2: 分析に用いるデータ

本節では分析に用いるデータについて解説する。分析対象は近年の成長率が鈍化し、競争力強化のために事業再編が特に必要とされる業界を対象とした。具体的な分析対象業界は化学業界、卸売業界、情報・通信業界、電気機器業界、食料品業界の 5 業界である。こ

これらの業界のうち、買収額と買収後子会社化した企業の財務データが取得可能であったサンプルのみを用いて企業価値を算出した。

買収の妥当性についての評価は、企業価値が買収額よりも高ければ、妥当かつ効率的な買収であったとし、+の評価、低ければ妥当ではなく非効率な買収であったとし、-の評価とした。

データに関しては、買収された子会社が買収後も上場企業である場合は有価証券報告書を用いて当期利益のデータを得た。買収された子会社が買収後非上場化してしまった場合は、東洋経済『未上場会社四季報』や帝国データバンクのTDB企業サーチを利用し、並行して買収企業の有価証券報告書内の記述を参照して得た。

4 章 分析結果

検証対象 5 業界の分析結果は以下表 1 から表 5 の通りである。

表 1 化学業界

買収企業	被買収企業	買収額	定額 CF モデル	買収年	評価
日本曹達	大日本インキ化学工業	90 億	5,695 億 9,600 万	2004 年	+
富士フイルム	富山化学工業	1,300 億	10 億 8,800 万	2008 年	-
三菱ケミカル	三菱レイヨン	2,174 億	16 億 6,700 万	2009 年	-
三菱ケミカル	大陽日酸	1,000 億	4,757 億 1,900 万	2014 年	+
積水化学工業	エーディア	224 億	58 億 2,500 万	2015 年	-
富士フイルム	和光純薬工業	1,547 億	911 億 7,500 万	2016 年	-

表 2 卸売業界

買収企業	被買収企業	買収額	定額 CF モデル	買収年	評価
キャノンマーケティングジャパン	エルク コーポレーション	37 億 9,500 万	27 億 8,800 万	2011 年	-
ハピネット	トイズユニオン	18 億 5,000 万	22 億 8,800 万	2013 年	+
スターゼン	東京部分肉センター	9 億 8,100 万	12 億 8,800 万	2014 年	+
杉本商事	スギモト	2 億 5,000 万	19 億 6,200 万	2014 年	+
蝶理	ミヤコ化学	102 億	147 億 1,200 万	2015 年	+
PALTAC	伊東秀商事	50 億	44 億 4,200 万	2015 年	-
三菱商事	ローソン	1,500 億	6,440 億 1,900 万	2016 年	+
ピクセル カンパニーズ	中央電子工業	8 億 1,500 万	37 億 1,200 万	2016 年	+
イワキ	テクノエコー	3 億 7,946 万	13 億 4,600 万	2016 年	+

表3 情報・通信業界

買収企業	被買収企業	買収額	定額 CF モデル	買収年	評価
コーエーテクモ	ガスト	22 億	71 億 5200 万	2011 年	+
fonfun	e-エントリー	1,200 万	200 万	2014 年	-
クロスキャット	ユニチカ情報システム	2 億 6,500 万	6100 万	2015 年	-
ソフトフロン	グッドスタイル カンパニー	4 億 6,700 万	37 億 8,800 万	2016 年	+

表4 電気機器業界

買収企業	被買収企業	買収額	定額 CF モデル	買収年	評価
オリジン電気	東邦化研工業	10 億	12 億 5,500 万	2011 年	+
日本信号	日信電子サービス	40 億	95 億 7,400 万	2013 年	+
村田製作所	東光	230 億	462 億 1,300 万	2014 年	+
オプテックス	シーシーエス	51 億	101 億 7,000 万	2016 年	+

表5 食料品業界

買収企業	被買収企業	買収額	定額 CF モデル	買収年	評価
サッポロ	ボッカ コーポレーション	300 億	364 億 6,700 万	2011 年	+
アサヒグループ	カルピス	1,000 億	474 億 7,800 万	2012 年	-
永谷園	麦の穂	94 億 4,000 万	61 億 7,800 万	2013 年	-
日本製粉	東福製粉	4 億 6,000 万	332 億 2,200 万	2014 年	+
ハウス食品	壺番屋	301 億	633 億 1,100 万	2015 年	+

日本企業の M&A の妥当性の全体的な評価については、妥当な買収であったケースが過半数を超えており、本稿の分析期間における日本企業の買収事例は概ね効率的であったと言える。妥当な買収になるためには買収対象となる企業の事前査定が適切であり、さらに買収後の企業統治が妥当であることが必要となる。分析の結果は企業の事前の査定能力、その後の買収企業に対する統治能力に優れた企業が多かったことを示している。

しかしながら、特定の業界ではむしろ妥当なケースが少なくなることも見られた。業界ごとに見ていくと、化学業界は 6 事例中 2 事例が妥当、卸売業界は 9 事例中 7 事例が妥当、情報・通信業界は 4 事例中 2 事例が妥当、電気機器業界は 4 事例中 4 事例が妥当、食料品業界は 5 事例中 3 事例が妥当と業界によって結果の偏りが見られた。

M&A の失敗には、買収後の企業戦略が確立されぬまま M&A を行ってしまう点や買収対象企業の財務データなどに対するデューデリジェンス¹⁾ が甘い点が原因として挙げら

1) デューデリジェンスとは企業間の取引に際して行われる、企業・不動産・金融商品などの資産調査のことを意味する。

れる。事前に買収対象企業の価値を正しく見定められないために、高い買収額を支払ってしまうことになるのである。妥当でない M&A となってしまう要因として考えられるのは、買収企業側が被買収企業側の本業についての知識の不足ではないだろうか。以下ではいくつかの事例を詳細に見ることで買収対象企業についての知識不足が非効率な M&A となっているか検証してみる。

まず、妥当性の低い事例を見る。まず、富士フイルムによる富山化学工業の買収事例を見てみる。買収企業側の富士フイルムは、カラーフイルム、デジタルカメラ、複写機等の事業を行っている。一方、被買収企業側の富山化学工業は、医薬品の製造・販売を行っている。買収側、被買収側ともに業種分類上は化学業界に属しているが、その具体的な業務内容は大きく異なっていると言える。

次に三菱ケミカルと三菱レイヨンの事例を見てみると、買収企業側の三菱ケミカルは三菱化学がほぼ主体（+ 医薬品ヘルスケア）の企業であり、その主事業は石油化学である一方、被買収企業側の三菱レイヨンは業界的に繊維業界所属の企業である。富士フイルムのケースと同様に、このケースでも買収・被買収側で業務内容が異なっている。

積水化学工業とエーディアでも、買収・被買収側で業務内容が異なっている。買収企業側の積水化学は化学業界に分類されるが、建材に関する化成品が主力商品である。一方、被買収企業側のエーディアは検査薬事業であり、やや製薬業界に近い業界である。

ここで、妥当である買収事例を見てみる。まず、蝶理とミヤコ化学を見る。買収企業側の蝶理は、化成品を取り扱う商社であるため、化学業界についての知識は豊富である。一方、被買収企業側であるミヤコ化学は、化成品を取り扱っている。次に、日本信号と日信電子サービスを見てみる。買収企業側の日本信号は、ATC（自動列車制御装置）の開発や信号機を管理している。一方、被買収企業側の日信電子サービスは、ATC や信号などの保守を行っている。これら 2 つの結果から買収企業側と被買収企業側の両社が同業である場合、妥当な企業価値査定が行われていると考えることができる。

以下、表 6 は買収がマイナス評価となった企業の事業対象をまとめた表になるが、ほぼすべてで買収側と被買収側とで業務内容の相違が見られる。

表 6 マイナス評価企業の事業対象

買収企業	主な事業対象(商品)	被買収企業	主な事業対象(商品)
富士フイルム	・ カラーフイルム ・ デジタルカメラ ・ 複写機	富山化学工業	・ 医薬品
三菱ケミカル	・ 機能商品 ・ 素材	三菱レイヨン	・ 化成品 ・ 合成樹脂 ・ 合成繊維
積水化学工業	・ 住宅建材 ・ 建材用の化成品	エーディア	・ 臨床検査薬 ・ 診断医薬品や専用機器

富士フイルム	・カラーフィルム ・デジタルカメラ ・複写機	和光純薬工業	・試薬 ・化成品 ・臨床検査薬
キャノンマーケティングジャパン ²	・キャノン製品 ³ の国内マーケティング	エルクコーポレーション	・各種医療用機器 ・各種医療用システム
PALTAC	・化粧品、日用品、医薬品 ・物流システム機器 ・ソフトウェアの開発	伊東秀商事	・化粧品 ・日用品
fonfun	・携帯電話のサービスやコンテンツの開発	e-エントリー	・データ入力 ・セキュリティ診断 ・製造向け IT サポート ・BPO サービス
クロスキャット	・金融分野でのシステムインテグレーション ・コンサルティング	ユニチカ情報システム	・情報処理サービスやシステム開発 ・BI ⁴ 導入コンサルティング
アサヒグループ	・グループの経営戦略・経営管理 ・事業子会社が酒類を製造	カルピス	・各種飲料水 ・乳製品 ・乳性原料
永谷園	・お茶漬け ・ふりかけ ・みそ汁	麦の穂	・飲食店の経営 ・菓子

この買収側と被買収側との業務内容の相違は、買収企業側が被買収企業側の事業に関する知識が不足しているため、企業価値の算定を適切に行うことが難しく、その価値を過剰に見積もっている可能性を強く示唆している。

特に、買収の妥当性が低い結果で表れた化学業界と情報・通信業界を見てみる。

化学業界は、以下、グラフ 1 にあるように、売上高成長率が 1 % 前後で停滞している。ここから、本業で伸びる余地が無いと考え、異業種に視野を広げ買収を行ったが、対象業界の知識が不足しているため、適切な企業価値の推定が行うことができなかったと考えられる。

情報・通信業界は、以下、グラフ 1 のように、売上高成長率が年々増加しており、人工知能（AI）やモノのインターネット（IoT）の市場成長が進み、今後も伸びる業界であると注目されている。AI や IoT などの進出により IT 機能に加え、医療業界や教育現場への業界知識が必要になるが、AI や IoT などの実用化される段階前である現在、買収対象企

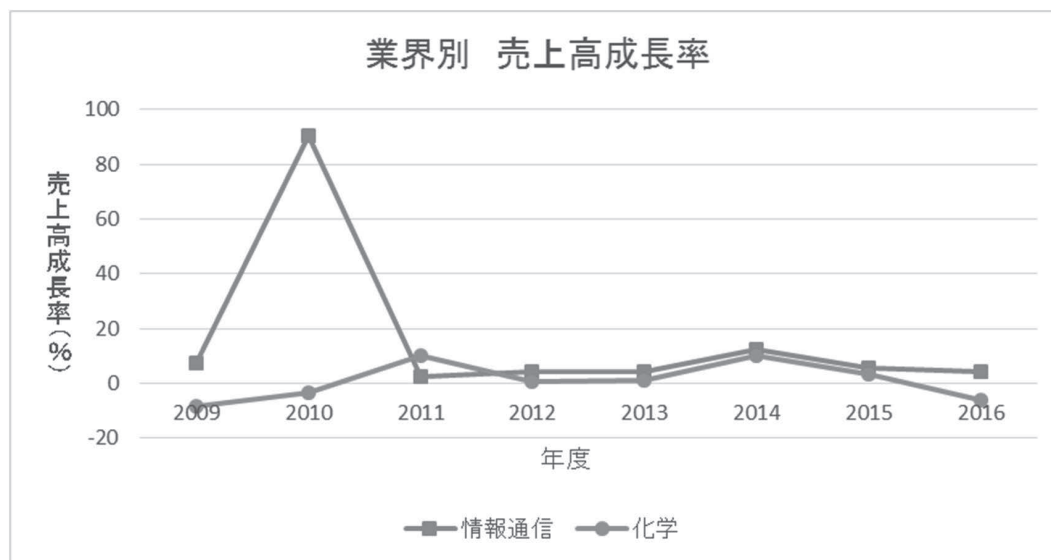
2) キャノン製品の直販、卸売や修理などのサポートを行う企業である。

3) 複合機、レーザープリンターなどの製品、デジタルカメラ、ビデオカメラ、インクジェットプリンターなどの製品である。

4) 企業の情報システムなどで蓄積される膨大な業務データを、利用者が自らの必要に応じて分析・加工し、業務や経営の意思決定に活用する手法である。

業の知識が不十分であると考えられる。そのため、被買収企業の企業価値が適切に推定することが困難であると考えられる。

グラフ 1



注) IR BANK・企業分析・銘柄発掘を参照

買収自体は事業再編を通じて企業の効率性を高めるため、社会的に望ましいことである。しかしながら、買収額を過剰に見積もることは社会的な非効率であり、当然望ましいものではない。妥当な M&A が広く行われるようになるためには、第一に買収を行う各社が企業価値の査定に関して知見を増やすことが重要であろう。そのためには、買収企業側が社内教育の一環として企業価値査定についての教育を行うことが、今後、日本企業には必要であると考えられる。また、企業価値を査定するサービスを提供する企業、例えば M&A の助言を主要業務とする GCA サヴィアンのようなコンサルタント会社や、西村あさひ法律事務所のような法律的側面からも査定を行うローファームの助言を基に柔軟な社内戦略を行う必要があると考えられる。

5 章 おわりに

本稿では、近年の日本企業の M&A が企業価値の向上や安価で急速に経営資源を確保し、企業のコアコンピタンス（中核的競争力）の強化を図ることが可能であるというメリットを求め、2000 年代後半以降の比較的直近の期間に買収を行った事例を業界毎に集計し、DCF 法の一つである定額 CF モデルを用いて買収の妥当性を検証した。分析の結果、直近の M&A は妥当な事例が多数存在した。しかし、妥当な事例は業界毎に偏りがあった。妥当でない事例を行った業界では、異業種の企業を買収するケースが多く、買収企業側が被買収企業側の事業に関する知識が不足していたため、被買収企業の企業価値を正しく推定出来ず、非効率的な買収が行われている可能性を示唆する結論を得た。

本稿の分析では卸売、化学、情報・通信、電気機器、食料品の 5 業界について取り上げた。買収企業と被買収企業ともに同じ主力商品を扱う企業同士の買収の妥当性は比較的適切であることが示された。しかし、全体的に買収企業側と被買収企業を見ると同業界に考えられる企業でも、主力商品やターゲット、方向性の違いが異なる企業同士の買収や同グループの買収であっても、買収後に内部環境の変化が起こることから買収の妥当性は適切であるとは言い難い結果が示された。買収を行う際、また、自社の主力事業と異なる事業を求める場合、第一に社内戦略として、各社が企業価値推定における知識を確立することや専門職の助言を有効活用するなどを行う必要があると考えられた。

最後に残された課題として、今回の分析は定額 CF モデルによる簡便な手法によって企業価値を推定し、そこから買収の妥当性を検証した。だが、この評価方法は見積もりの数字や恣意性で評価が大きく異なる場合がある。そのため、今後はより精緻なモデルを用い、今回の分析結果の妥当性を検証したい。

【参考文献】

宮島英昭（2007）『日本の M&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』，東洋経済新報社，序章，p. 2

佐久間信夫（2005）『現代経営用語の基礎知識』 p. 33

経済産業省（2017）「2017 年版中小企業白書 概要」

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokujityuuGaiyou.pdf> 2017 年 9 月 25 日アクセス

デロイト トーマツ コンサルティング株式会社（2013）『M&A 経験企業にみる M&A 実態調査』

<<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20131008.pdf>> 2017 年 9 月 29 日アクセス

浅野敬志 / 安達哲也 / 奥田達志（2016）『残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定』，日本銀行金融研究所

<<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk35-4-4.pdf>> 2017 年 9 月 29 日アクセス

IR BANK- 企業分析・銘柄発掘

<<https://irbank.net/stat/ns?k=%E6%83%85%E5%A0%B1%E3%83%BB%E9%80%9A%E4%BF%A1%E6%A5%AD>> 2017 年 9 月 29 日アクセス